

Рублевые корпоративные облигации

12 февраля 2007 г.

Ежедневное обозрение

ГЛАВНОЕ

- Долго ли продлится бюджетное изобилие? » стр. 3
- Сатурн и УМПО: прогрев государственных авиадвигателей » стр. 4
- РАО подтверждает инвестиционный дефицит у ФСК » стр. 5

Индикаторы

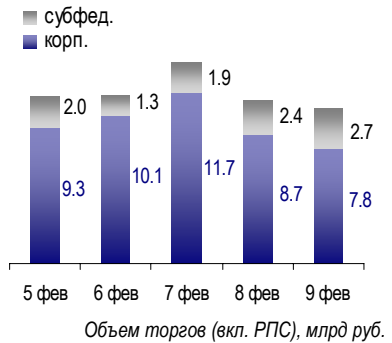
Долларов США за Евро	1.3004	- 0.3 %
Рублей за доллар США	26.3568	- 0.1 %
Нефть Brent, USD/барр.	\$ 58.25	+ 2.8 %
Москва-39, дох. % год.	6.65%	- 1 б.п.
Россия-30, дох. % год.	5.77%	+ 2 б.п.
EMBI+ Russia спрэд, б.п.	98	- 4 б.п.
Остатки на к/с, млрд руб.	367.8	- 0.5
Остатки на д/с, млрд руб.	277.2	- 19.6
Сальдо операций с ЦБ	+ 67.6	

ПЕРВИЧНЫЙ РЫНОК

СКОРО

- 15 февраля планируется размещение выпуска Красный Богатырь-1 (2 млрд руб., годовая оферта)
- 16 февраля состоится размещение Русфинанс Банк-4 (4 млрд руб., 3 года)
- Планируется выпуск Мягков-Финанс (1 млрд руб., 3 года)

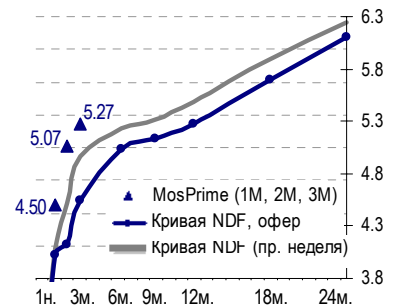
Объем торгов на ММВБ



КАЛЕНДАРЬ СОБЫТИЙ

15 фев	Размещение Трансмашхолдинг-2 (4 млрд руб., оферта через 2 года) Размещение Красный Богатырь-1 (2 млрд руб., годовая оферта) Авансовая уплата ЕСН, страховых взносов
16 фев	Размещение Русфинансбанк-4 (4 млрд руб., 3 года)
20 фев	Размещение Митлэнд Фуд Групп-1 (1 млрд руб., 3 года) Уплата НДС
21 фев	Аукцион ОФЗ-АД (15 млрд руб., погашение в 2018 году)

MosPrime и кривая NDF



Лидеры роста

1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Мосэнерго-1	100.55	+ 2	2.3	*7.43%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
Руснефть	91.99	+ 39	1.7	*14.84%
ЮТК-3	102.30	+ 20	0.6	*7.38%
АК БАРС-2	100.30	+ 18	0.5	*7.10%

Лидеры падения

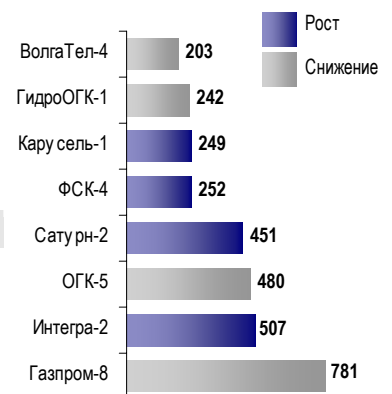
1 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ФСК-3	100.50	- 20	1.7	6.92%
АИЖК-8	100.70	- 15	5.0	*7.70%
ГидроОГК-1	103.05	- 13	3.8	7.41%

2 эшелон

	Цена, % ном.	Изм. цены, б.п.	Дюрация, лет	Доходн. %
ВолгаТел-3	102.40	- 5	2.5	7.66%
МОЭСК-1	100.92	- 3	3.8	7.96%
Иркут-3	103.69	- 1	3.1	7.69%

Лидеры по оборотам



Лидеры по оборотам за день, млн руб.

*к оферте

Рекомендации

Выпуск	Дата рекомендации	Рекомендация	Текущая цена, %	Ориентир по цене, %	Текущая доходность, %	Дюрация, лет	Текущий спред, б.п.	Справедливый спред, б.п.	Потенциал изменения спреда, б.п.
Трубные компании									
ТМК-2	05/09	Держать	100.50	-	6.03	0.13	-	-	↔
ТМК-3	05/09	Держать	100.60	100.70	7.46	0.97	188	180	↔
ОМК	30/11	Держать	101.90	102.00	7.81	1.27	210	200	↔
ЧТПЗ	30/11	Держать	102.35	102.40	7.77	1.29	206	200	↔
ГидроОГК: спреды могут расширяться до 120 б.п., рекомендуем «Фиксировать прибыль»									
ГидроОГК-1	22/12	Фиксировать прибыль	103.15	102.95	7.38	3.76	114	120	↑ 5
ГАЗ									
ГАЗ-1	30/08	Держать	100.50	100.55	8.12	0.95	255	250	↔
Белон: «фиксировать прибыль» на росте долговой нагрузки выше 3х и ожиданиях по размещению нового долга									
Белон-1	20/09	Фиксировать прибыль	100.20	99.90	9.19	2.11	324	340	↑ 15
ТВЗ: высокое кредитное качество, хорошие результаты по интересной доходности									
ТВЗ-3	29/11	Купить и держать	100.70	-	8.87	1.30	315	-	↔
МОЭСК: «фиксировать прибыль», ориентир по спреду: 180-200 б.п. к ОФЗ									
МОЭСК-1	17/10	Фиксировать прибыль	100.92	100.60	7.96	3.80	172	180	↑ 10
ТАИФ: «фиксировать прибыль» в связи с ожиданием увеличения долга									
ТАИФ-1	09/01	Фиксировать прибыль	99.80	99.75-99.85	8.73	1.47	295	290-300	↔
Петрокоммерц: наиболее привлекательны по доходности среди «универсальных» банков									
Петрокоммерц-2	11/01	Покупать	99.90	100.20-100.60	8.72	2.27	273	240-260	↓ 15-35
Мосэнерго-1: самый недооцененный выпуск среди энергетических компаний									
Мосэнерго-1	11/01	Покупать	100.55	100.60	7.43	2.34	143	140	↔
Уралвагонзавод: существенное ослабление финансовых результатов за 9М2006, рекомендуем зафиксировать прибыль									
Уралвагонзавод-1	16/01	Фиксировать прибыль	100.60	99.80	9.19	1.51	339	395	↑ 55
Башкирэнерго: привлекательная премия к генерирующим компаниям									
Башкирэнерго-3	18/01	Купить и держать	100.40	-	8.34	1.94	242	210-230	↔
Сибур: привлекательная премия к Газпрому; рейтинги от Fitch и Moody's будут способствовать росту спроса на бумагу									
Сибур-1	25/01	Купить и держать	100.20	-	7.76	2.48	172	-	↓
Куйбышевазот: ослабление финансовых результатов за 9М2006 и существенный рост долговой нагрузки									
Куйбышевазот-2	29/01	Фиксировать прибыль	100.25	99.40	8.91	3.38	273	300	↑ 25

Долго ли продлится бюджетное изобилие?

В январе уже была профинансирована большая часть бюджетных расходов на 1 квартал

В пятницу Минфин опубликовал предварительную оценку исполнения Федерального бюджета за январь. Эти данные свидетельствуют о том, что в январе уже были профинансированы государственные расходы в размере 59% от бюджетной росписи на 1 квартал 2007 года. Судя по всему, значительная часть этих средств уже попала в банковскую систему и стала причиной наблюдаемого избытка рублевой ликвидности. С другой стороны, это означает, что в течение февраля-марта финансирование расходов будет существенно менее активным, т.е. приток бюджетных средств в систему может заметно сократиться.

Основные данные об исполнении бюджета:

- бюджетная роспись расходов на I квартал: 1 317 547 млрд руб.;
- финансирование расходов за январь: 775 858 млрд руб. (59% от росписи на I кв.);
- кассовое исполнение за январь: 223 467 млрд руб. (17% от росписи на I кв.)

Бюджетные расходы – одна из причин роста ликвидности

Таким образом, из уже поступивших на счета бюджетополучателей 776 млрд руб. фактически израсходовано было только 29%, а остальные 71% (553 млрд руб.) пока лежат неиспользованным грузом. Судя по динамике ликвидности банковской системы в январе, значительная часть из профинансированных средств уже попала в банковскую систему и сформировала объемную «подушку» ликвидности. Этот факт, по нашему мнению, стал одной из основных причин текущего периода низких ставок на денежном рынке.

Продажи валюты также увеличили рублевое предложение

Второй важной причиной стали активные продажи валюты в ЦБ перед изменением структуры бивалютной корзины и укреплением рубля на прошлой неделе. Мы не видим объективных причин, которые могли бы заставить ЦБ пойти на этот шаг: относительно невысокие данные по январской инфляции скорее говорили в пользу сохранения status quo. Мы предполагаем, что при текущем состоянии дел на денежном рынке ЦБ будет в течение нескольких месяцев воздерживаться от дальнейшего укрепления рубля, используя другие антиинфляционные механизмы.

В течение февраля-марта мы не ждем резкого роста ликвидности

Данные об исполнении бюджета в 2007 г. практически в точности повторяют прошлогоднюю картину: пик финансирования расходов в 2006 г. также пришелся на январь (62.6% от росписи на 1 квартал). Соответственно, мы предполагаем, что и динамика ликвидности банковской системы в ближайшие 2 месяца будет схожа с картиной 2006 года. По нашему мнению, не следует ожидать существенного роста рублевой ликвидности в течение февраля-марта. Наоборот, значительные объемы средств, накопленных для оплаты допэмиссии Сбербанка, должны быть с конца февраля заблокированы на накопительном счете и уменьшить денежное предложение.

Активные продажи валюты привели к снижению ставок NDF срочностью до 3 лет, поэтому отрицательная премия ОФЗ к NDF на этом отрезке кривой исчезла. Однако более длинные ставки NDF (5,7 и 10 лет) отреагировали на повышение нефти в гораздо меньшей степени, поэтому в сегменте дюрации от 5 лет доходности ОФЗ все еще ниже ставок NDF. Дальнейшая динамика доходностей пары ОФЗ-NDF будет, судя по всему, в наибольшей степени зависеть от колебаний нефтяных цен.

Исходя из конъюнктуры рынка NDF и прогнозов динамики ликвидности, мы даем следующие оценки ставок рублевого долгового рынка на средне- и краткосрочный период:

- в связи с сохранением отрицательной премии ОФЗ к NDF, в перспективе 6 месяцев ОФЗ с дюрацией выше 5 лет представляются нам существенно более рискованным выбором по сравнению с бумагами с дюрацией от 3 до 5 лет;
- на последней неделе февраля налоговые платежи совпадут по времени со значительным уходом средств из системы на оплату акций Сбербанка. Поэтому мы ожидаем, что в конце месяца ставки будут находиться на высоком уровне;
- с середины марта, после разблокирования средств от допэмиссии Сбербанка с накопительного счета ситуация с ликвидностью должна восстановиться

Сатурн и УМПО: прогресс государственных авиадвигателей

Новости по консолидации акций Сатурна, УМПО и ПМЗ

В пятницу в прессе были освещены некоторые подробности происходящих процессов консолидации в двигателестроительной отрасли. Главной новостью является договоренность между Рособоронэкспортом (РОЭ), АФК Система и акционерами НПО Сатурн о выкупе контрольного пакета акций компании. Также пресса сообщила, что РОЭ и Система планируют консолидировать контрольные пакеты УМПО.

Облигации Сатурна уже учитывают фактор интеграции, бумаги УМПО пока недооценены

С точки зрения кредитного качества мы позитивно оцениваем начинающуюся интеграцию российских двигателестроителей. Судя по всему, на начальном этапе она будет выражаться в объединении усилий по разработке новых двигателей, которая будет финансироваться за счет кредитов госбанков. По нашему мнению, причин для скорого пересмотра спредов облигаций Сатурна пока нет, а вот бумаги УМПО при сопоставимом качестве предлагают заметную премию к облигациям Сатурна.

Двигателестроителям требуются огромные средства на финансирование разработок...

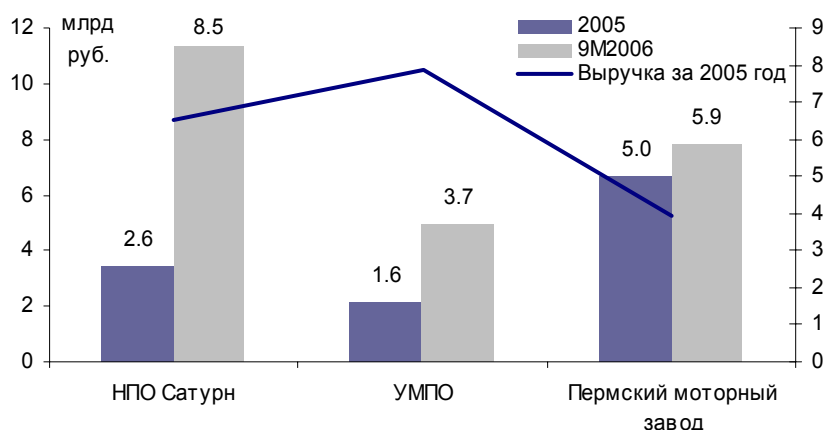
Двигателестроение является одной из наиболее наукоемких отраслей промышленности, и разработка принципиально новых продуктов требует привлечения значительных ресурсов. Так, например, затраты на создание двигателя для самолетов Sukhoi Super Jet оцениваются в \$700-900 млн. В настоящий момент привлечение столь значительных ресурсов для российских компаний затруднено высоким текущим уровнем долговой нагрузки; финансирование разработок за счет собственных источников также весьма проблематично.

... но их привлечение затруднено высокой долговой нагрузкой

Финансовое состояние Сатурна, УМПО и Пермских Моторов характеризуется высокой долговой нагрузкой. Мы отмечаем существенное увеличение долга за 9М2006 у НПО Сатурн (+50% до 6.9 млрд руб.) и УМПО (+76% до 7.4 млрд руб.). По нашему мнению, в ближайшее время долговая нагрузка компаний продолжит расти:

- инвестпрограмма УМПО предусматривает затраты в размере \$200 млн до 2010 года на создание новых и модернизацию существующих двигателей;
- Сатурну требуется около \$100 млн для завершения разработки двигателей для SSJ;
- Пермским моторам для завершения разработки новых ПС-90А требуется по предварительным оценкам около \$25 млн, т.к. финансирование проекта со стороны Pratt&Whitney было приостановлено летом 2006 г.

Долговая нагрузка Долг/ЕВITDA двигателестроителей



Источник: данные компаний, оценки Райффайзенбанка

На первом этапе создания холдинга компании могут получить доступ к дешевым ресурсам госбанков

По нашему мнению, на начальном этапе формирования двигателестроительного холдинга основным позитивным моментом для входящих в него компаний может стать получение льготных долгосрочных ресурсов госбанков на финансирование программы разработок. Финансирование со стороны государства, на наш взгляд, тем более актуально с учетом высокой оборонной значимости всех трех компаний.

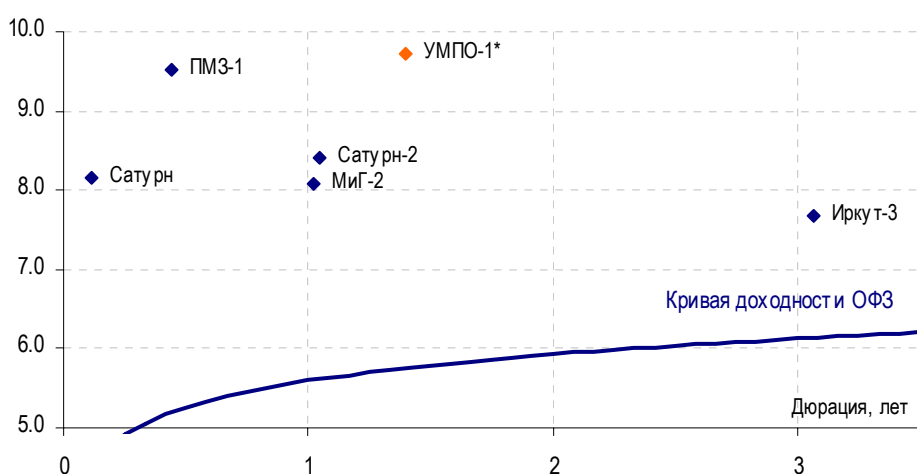
Спрэды Сатурна (280 б.п. к ОФЗ) соответствуют справедливому уровню...

Однако финансовые результаты от внедрения новых разработок проявятся не ранее чем через 2 года, поэтому говорить о скором росте кредитного качества, на наш взгляд, пока преждевременно. Мы считаем, что текущий спрэд бумаг Сатурна (около 280 б.п. к ОФЗ) полностью учитывает перспективы вхождения компании в объединенный холдинг. Спрэды бумаг Сатурна, по нашему мнению, должны предлагать премию к облигациям МиГ-Финанс (250 б.п. к ОФЗ), т.к. МиГ уже вошел в состав госкорпорации и вероятность господдержки для него существенно выше.

... а бумаги УМПО сохраняют потенциал после выхода на вторичку

Бумаги УМПО были размещены с доходностью 9.73% к полуторагодовой оферте, их текущий спрэд к ОФЗ составляет около 390 б.п., что существенно больше «справедливого» уровня (около 300 б.п.). Поэтому мы ожидаем, что по мере получения более детальной информации относительно формирования двигателестроительного холдинга спрэд УМПО-1 к ОФЗ будет постепенно сужаться.

Доходность облигаций на 9 февраля



Источник: ММВБ, оценки Райффайзенбанка; * Доходность УМПО исходя из цены в 100% от номинала

ФСК: РАО подтверждает инвестиционный дефицит

В инвестпрограмме ФСК на 2007 г. пока есть дефицит более чем на 30 млрд руб.

В пятницу в ходе телеконференции по итогам заседания Совета директоров РАО ЕЭС г-н Чубайс сообщил ряд существенных фактов относительно финансирования инвестпрограммы ФСК в 2007 году:

- оценка дефицита в финансировании инвестпрограммы ФСК на 2007 год: чуть более 30 млрд руб. на 2007 год (соответствует возможной сумме выручки от продажи активов РАО – 31.8 млрд руб.);
- также г-н Чубайс подтвердил наше предположение о том, что у РАО ЕЭС к настоящему моменту пока отсутствует готовая технология передачи средств, вырученных от продажи активов РАО в пользу ФСК и ГидроОГК.

В 2007 г. ФСК продолжит активно занимать, сужения спрэдов не ожидается

Таким образом, мы получили весомое подтверждение наших предположений о том, что ФСК, судя по всему, придется в 2007 г. возвращаться на рынок заимствований. Этот факт не приведет к существенному ослаблению кредитного качества компании, однако потенциал существенного снижения спрэдов облигаций ФСК в 2007 г., по нашему мнению, будет ограничен из-за потребности в новом долге.

ЗАО «Райффайзенбанк Австрия»

Адрес	119071, Ленинский пр-т, д. 15А
Телефон	(+7 495) 721 9900
Факс	(+7 495) 721 9901

Аналитика

Максим Раскоснов	mrascosnov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2893
Алексей Чекушин	achekushin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9900

Операции на рынке корпоративных облигаций

Начальник Казначейства

Сергей Пчелинцев	spchelintsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5243
------------------	----------------------------	-------------------

Продажи

Наталья Пекшева	npekcheva@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 3609
-----------------	-------------------------	-------------------

Торговые операции

Александр Лосев	alosev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 9976
Дмитрий Акулов	dakulov@raiffeisen.ru	(+7 495) 981 2857

Организация выпуска и размещения корпоративных облигаций

Начальник Управления корпоративного финансирования и инвестиционно-банковских операций

Никита Патрахин	npatrakhin@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2834
-----------------	--------------------------	-------------------

Выпуск облигаций

Олег Гордиенко	ogordienko@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2845
Олег Корнилов	okornilov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2835
Екатерина Михалевич	emikhalevich@raiffeisen.ru	(+7 495) 775 5297
Дмитрий Румянцев	droumiantsev@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2817
Анастасия Байкова	abaikova@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846
Алексей Тарасов	atarasov@raiffeisen.ru	(+7 495) 721 2846

ВАЖНАЯ ИНФОРМАЦИЯ. Предлагаемый Вашему вниманию ежедневный информационно-аналитический бюллетень ЗАО «Райффайзенбанк Австрия» (Райффайзенбанк) предназначен для клиентов Райффайзенбанка. Информация, представленная в бюллетене, получена Райффайзенбанком из открытых источников, которые рассматриваются банком как надежные. Райффайзенбанк не имеет возможности провести должную проверку всей такой информации и не несет ответственности за точность и полноту представленной информации. При принятии инвестиционных решений, инвестор не должен полагаться исключительно на мнения, изложенные в настоящем бюллетене, но должен провести собственный анализ финансового положения эмитента облигаций и всех рисков, связанных с инвестированием в ценные бумаги. Райффайзенбанк не несет ответственности за последствия использования содержащихся в настоящем отчете мнений и/или информации.